

〔レフリー論文 研究ノート〕

# ESG 投資と受託者責任の解釈

## ―市場における合理性と共感―

小 野 美 和

### ESG investment and the fiduciary duty: The rationality and the sympathy in the capital market

ONO, Miwa

環境・社会・ガバナンスを投資戦略に組み込む ESG 投資がグローバルで拡大している。これは、環境破壊や格差社会の顕在化等、様々な問題が発生し、これらを放置すれば市場全体の成長が阻害され、投資先の企業価値の棄損を懸念する投資家が増加していることを意味する。このような ESG 投資は主に欧米を中心に発展し、日本でも増加しつつあるが圧倒的に投資金額は小さい。その背景の一つには、欧米では SRI が発達していたことなどの歴史的背景が挙げられるが、その他に受託者責任の解釈の違いが寄与していると考えられる。

新古典派経済学においては、市場は常に完全で効率的であるとする効率的市場仮説に基づいた合理的な市場の資源配分機能が論じられてきた。合理的行動、つまり私的利益の追求という目的の最大化を前提とした効率的資源配分がなされ则认为られる。その観点からすると、外部不経済に伴う外部費用の内部化と経済合理性は両立しない。例えばアメリカでは ERISA 法により ESG 投資は受託者責任に反するという認識であったが、2000 年代に入り、財務リスク・リターンに関連する ESG 要因は考慮すべきであり受託者責任には反しないという解釈がなされている。この解釈は、市場経済における合理的経済人の純粋な私的利益を超える動機が存在と捉えることができ、アダム・スミスによる市場の「共感」ということもできよう。スミスは私的利益が公的利益かという二者択一ではなく、私的利益を追求する行動が、見えざる手の存在により公的利益を促進させていると述べている。

本稿では、欧米を中心に拡大している ESG 投資の発展と受託者責任の解釈を整理し、資本市場において、「合理性」の概念と両立し得る「共感」が市場を形成していることを確認することを目的としている。今後拡大するであろう日本の ESG 投資においても、受託者責任の再定義が求められており、ESG 投資を行わないことこそ受託者責任に反する、という解釈の可能性もあり得ると考える。

キーワード：ESG 投資 (ESG investment)、社会的責任投資 (SRI)、受託者責任 (fiduciary duty)、共感 (sympathy)

## 1. 市場における「合理性」と「共感」

アダム・スミス (Adam Smith) は、市場経済において私的利益を超えた動機が存在を見出していた。Smith (1759) では「中立的な観察者」として、市場の機能がいかに私的利益を超えた動機に依存しているかを論じている。人間は私的利益の追求をするものであるが、それ

以外の動機、つまり慈悲・正義・寛容・公共心、といった資質<sup>1)</sup>に促される理由は十分にある、とした。そして Smith (1776) では、私的利益 (self-interest) を追求する方が、公的利益 (public interest) の追求を意図している場合よりも効率的に社会の利益を高められると述べている。人間の大半を支配するのは利己心である一方で、規律や秩序を守るといった利己

心以外の動機が前提として存在し、「見えざる手 (invisible hand)」に導かれ、私的利益の追究が、社会にとって良いことも悪いことも含めた別の目的を達成する動きを促進するのである<sup>2)</sup>。

18世紀の古典派経済学としてのアダム・スミスは、19世紀後半の新古典派経済学に引き継がれた。新古典派経済学が想定する人間は、自己の利益を追求する合理的経済人 (homo economics) であり、個人が自己の効用を最大化するように行動することを前提とする合理的選択理論 (rational choice theory) に基づいている。Marshall (1890) は、生産活動において規模が拡大するほど費用が低下するという費用通減 (収獲通増) の傾向について、その要因を、各企業の効率性改善によるものと、産業全体の規模拡大が環境を改善することによるものに分けて考えた。前者は内部経済と呼び、後者は外部経済としたうえで、外部経済をさらに正の外部性 (外部経済, external economics) と負の外部性 (外部不経済, external diseconomies) に分類している。正の外部性の例としては、企業城下町のように多数の企業が集積することにより、情報伝達の効率化、輸送費削減、労働市場の共通化等が生産性向上を促し利益が生まれることが挙げられる。一方、負の外部性の例として、河川の上流に位置する企業の排水により、下流に位置する企業が河川水を利用する際の浄化コストが上昇することなどがある。この外部不経済に伴う外部費用を内部化した場合、直接的には企業が負担するが、その企業の財・サービスを購入する消費者が間接的に負担することになり、最終的には株主が負担する。企業活動の過程で、市場での取引を通さずに、外部不経済が生じるのは市場の失敗であり、マーシャルは、自由放任主義には限界があることを認めている。その後、Pigou (1920) が外部不経済を内部化する手段として環境税 (ピグー税) を考案している。

Coase (1960) は、取引コストがゼロという

前提で、汚染者と被害者との間で所有権が明確に定められ、かつ情報が対照的であれば、当事者間の交渉によって外部性を解消できると述べており、後にジョージ・J・スティグラー (George J. Stigler) がコースの定理 (Coase theorem) と名付けた。しかし Coase (1988) ではコース自身が、取引コストがゼロの世界は実現しないため、当事者間の交渉での解決は望めず、法が重要な役割を果たすことになる」と述べている。

20世紀後半になると、新自由主義 (Neoliberalism) の代表である Friedman (1962) は、人間にとって何よりも重要なことは個人の自由であり、その自由を基準に社会制度の良し悪しを判断するとしている。そして「市場経済において企業が負うべき社会的責任は、公正かつ自由でオープンな競争を行うというルールを守り、資源を有効活用して利潤追求のための事業活動に専念することだ。これが、企業に課されたただ一つの社会的責任である。」と述べている。倫理の問題は個人の判断に委ね、個人の自由と責任に基づく競争と市場原理を重視する考えを主張している。

市場経済は、「見えざる手」により構築されたシステムである。グローバルな分業と協業の体系の中で、私的利益が社会貢献につながる道筋は株式市場にあると、亀川 (2015) は述べている。私的利益の追求とは、私的な所得と資産の増加であり、前者は消費され、後者は将来のために貯蓄される。資本主義社会では、分業体系 (市場) の個々の責任単位を私的財産の所有者としており、この私的財産 (資本) からの所得や財産の増加 (内部留保や外部資金調達による投資) が、社会的な所得の増加と社会的財産の増加に繋がることがなければ、私的利益の追求は正当化されない。仮に市場が失敗を続け、私的利益の追求が社会的な所得の増加や社会的資産の増加に繋がらないことが明らかとなれば、資本主義社会は破綻するであろう。私的利益の獲得を追求した結果、市場の失敗が起こる

こともある一方で、公的利益の向上と、社会的資産の増加につながる正当化された私的利益の追求が存在する。この潮流は、スミスの社会的な「共感」に基づく「見えざる手」の働きと解釈する。次章ではその具体的な動きについて述べる。

## 2. 資本市場における ESG 投資の潮流

所得格差や機会の不平等、地球温暖化など、地球規模での問題は増加の一途である。持続可能な経済システムを望むすべての企業にとって、決して避けて通ることはできない問題である。従来、政府が法規制等で対処してきた外部不経済も、企業のグローバル化が進み、もはや国家の枠組のみでコントロールすることは困難である。環境面而言えば、資源枯渇や異常気象による農作物の不作、洪水によるサプライチェーン断絶、二酸化炭素への課税強化による財務的影響など、地球温暖化の進行によるビジネスへの直接的影響が世界各地で起きているのは周知の事実である。社会面而言えば、従業員の労働安全衛生や地域住民への悪影響、サプライチェーン上の人権リスクが表面化した企業は氷山の一角であろう。

企業は元来、社会の課題を解決することを前提として存在し、株式市場で効率的で適正な資金調達を行う。社会の課題解決において短期間で解決するものは少なく、多くは長期での投資が必要となる。株式市場において、運用資産規模が大きく長期運用を前提とした年金基金等の機関投資家は、中長期的に企業価値を向上させる企業に投資することでリターンを獲得する。そして結果的に年金基金等を通じて国民個人の私的財産が増加する。このようなインベストメント・チェーンを維持するためには、持続的かつ効率的な株式市場の構築が必要不可欠であり、環境 (Environment)、社会 (Social)、ガバナンス (Governance) を投資判断の要素に取り入れ、リスク管理と同時に長期での持続的な運用成果を目指す ESG 投資が増加している。

このような昨今の株式市場を鑑みれば、スミスが言うように、私的利益の追究が、私的利益を超えた動機、つまり社会の問題を解決するという動機に依拠していることを示すことができる。そして私的利益を超えた動機の行きつくところは、最終的には私的利益にあり、それらは決して相反するものではない。

ESG 投資の原点は SRI (Socially Responsible Investment、社会的責任投資) にあると言われるが、SRI と ESG 投資ではその意味合いは異なる。本章では、グローバル資本市場における SRI、ESG 投資の発達過程を見ていくことで、スミスの社会的な「共感」に基づく「見えざる手」の働きが存在することを確認していく。

環境・社会の観点からの投資先選択やエンゲージメント (株主と経営者との対話) は、アメリカ、イギリスを中心として始まり、当初、社会的・倫理的な価値観をもって企業を規律づけようとするものであった。SRI の起源は、17 世紀のイギリスにおける、プロテスタントの一派であるクエーカー (Quaker) の創始者、ジョージ・フォックス (George Fox) が示した規範、または 18 世紀のイギリスにおけるメソジスト (Methodist) 創始者、ジョン・ウェスレー (John Wesley) の 1760 年の説教集に収録されている「金銭の使い方 (The Use of Money)」にあると言われている。アルコール・タバコ・ギャンブルなど特定の産業や企業を投資対象から排除する、いわゆるネガティブ・スクリーニングの原型であった。その後 1928 年には、米国で最初のオープン型投資信託の一つ、パイオニア・ファンド (Pioneer Fund) が、「罪ある株 (Sin Stock)」としてアルコール・ギャンブル・たばこに関する企業を投資対象から排除している。ただし翌年の世界大恐慌の影響もあり、インパクトは限定的であった。なおイギリスでは 1960 年代から倫理的投資ファンドが存在していたが、宗教的価値観の追求は投資収益を損ねるという理由でファ

ンド組成が許可されず、SRIは米国が先行する形となっている。

1960年代以降、米国では人種差別や環境問題など様々な問題が発生し、それに対する社会運動や政治活動が活発になった時代である。米国で最初の株主行動と言われているのは、1965年の米国イーストマン・コダック社（Eastman Kodak）の年次株主総会で、黒人活動家グループ FIGHT（Freedom, Integration, God, Honor, Today）が、黒人労働者の雇用に関して質問を行ったことである。これは SRI ファンドに次ぐ社会的責任投資の2つ目の手法として認識されることとなった<sup>3)</sup>。また1969年には米国ダウ・ケミカル社のベトナム戦争で使用された枯葉剤とナパーム弾製造中止を求める株主提案が提出され、最終的には株主が企業の社会的責任に関する株主提案を行う権利が認められた。米国初の SRI 投信「Pax World Fund」は、ベトナム戦争に関与する企業を銘柄選択から排除し、公害対策など社会・環境といった問題の取り組みに優れた企業に投資するスクリーニング手法を採用しており、1971年に発売されている。また1978年には TIAA/CREF（Teachers Insurance and Annuity Association of America-College Retirement Equities Fund, 全米学校教員保険年金協会／大学退職年金基金）が、酒・タバコ関連企業への投資を拒否するガイドラインを採択した。

1970年には米国 GM 社の欠陥車問題を契機として、女性・黒人の重役不在、河川・湖の汚染、大気汚染対策への非対応を問題視した弁護士が、年次株主総会で株主運動「Campaign GM（The Campaign to General Motors Responsible）」を展開し、自動車の安全性やマイノリティの雇用、公害などに関する株主提案を行った。提案は否決されたものの社会的に注目されていたこともあり、GM 側は提案の一部を受け入れ、黒人牧師を取締役に選任し、公共政策委員会を設置することとした<sup>4)</sup>。それに対しフリードマンは、1970年9月13日付の

New York Times Magazine に Campaign GM を痛烈に批判する論文を掲載している。そこでは「企業経営者は株主の利益を最大化することが義務であり、社会的責任を果たすということは、株主や顧客や従業員が自分で判断して使うべき金を、経営者自身で使うということに等しい。本来、企業の社会的責任とは、事業活動で利益を増やすことに他ならない」と主張し、社会的責任のための支出は、結局価格に上乗せされるため、消費者のためにならないとも主張している。その4年後である1974年には、米国で ERISA 法（Employee Retirement Income Security Act, 従業員退職所得保障法）が制定され、受託者責任（fiduciary duty）が明文化された。これは受託者の義務として、受益者の利益のためだけの行動を示す必要があるとしており、その結果、SRIはERISA法の受託者責任に反するという考えが米国で広まり始めた。

なお SRI ではないが、1987年には、CalPERS（California Public Employees' Retirement System, カリフォルニア州職員退職年金基金）ほか30基金で買収防衛策の一つであるボイズンビル無効を求める株主提案が提出された。CalPERSの場合、業績が低迷しかつ買収防衛策を導入した企業<sup>5)</sup>をターゲットとし、対話により改善の動きがみられた場合は株主提案を取り下げている。公務員年金基金によるガバナンス問題での株主提案はこの年が初めてで、対話を通して企業行動へ影響を与える株主アクティビズムの始まりと言われている。

SRIの観点での株主アクティビズムが企業行動を変えた例としては、反アパルトヘイト運動が挙げられる。1980年代の SRI ファンドの多くは反アパルトヘイトを目的としており、多くの年金基金が南アフリカ関連の株式から資金を引き揚げたため、1985年南アフリカは債務不履行を引き起こすに至った。南アフリカへの関与など財務情報以外の企業活動の情報が必要とされるようになり、南アフリカで事業展開する企業について情報収集する調査会社 Ethical



Investment Research Service (EIRIS) が、英国メソジスト教会とクエーカーにより 1983 年に設立されている。

1990 年代になると、それまでは社会運動の一つとして捉えられていた SRI であるが、資産運用において長期的に投資利益に貢献するとの考え方が徐々に広まり始めた。1994 年には、米国労働省が ERISA 法に関する SRI 運用における解釈を公表し、SRI がもたらす非経済的要素の観点から選択しても受託者責任に相反するとは言えない、との見解を示している。また財務面のみならず、環境面・社会面も含めた企業評価を行う長期投資家が現れ始めたのもこの頃である。例えば TIAA/CREF は「CREF Social Choice Account Fund」の運用を 1990 年に開始し、年金プラン加入者は自身の価値観を反映するファンドに投資すべきとし、企業活動が社会的基準に一致する企業のみ投資するようになった。

ESG 投資が世界の潮流となったきっかけは、2006 年、当時の国連事務総長コフィ・A・アナン (Kofi A. Annan) と UNEPFI (United Nations Environment Programme Finance Initiative, 国連環境計画・金融イニシアチブ)、UNGC (United Nations Global Compact, 国連グローバル・コンパクト) が PRI (Principles for Responsible Investment, 国連責任投資原則) を提唱したことに端を発する。PRI は、機関投資家に対して投資プロセスに ESG を組み入れるよう推奨したものである。企業は長期的な目標を犠牲にして短期的視点に陥りがちであるという課題に対し、PRI を長期的な視点でより投資成果を獲得できる枠組みと位置付け、6 つの原則<sup>6)</sup>を示し、署名機関に対してその実施を促している<sup>7)</sup>。

ESG 投資の拡大に伴い財務情報以外の情報が求められ、1990 年代には様々な情報開示の取り組みが進んだ。例えば欧州においては 1993 年には EMAS 規制 (Eco-Management and Audit Scheme Regulation, 環境管理監査制度) が発行され、環境ラベル取得の際、環境報告書の作

成が求められるようになった。1997 年には英国 SustainAbility の創設者であるジョン・エルキントン (John Elkington) が著書<sup>8)</sup>にてトリプルボトムライン (Triple bottom line) の概念を提唱し、決算書の最終行 (ボトムライン) で収益・損失の結果を示すのと同様に、社会面、環境面についても評価するべきとしている。そして国際 NGO の CERES (Coalition for Environmentally Responsible Economies, 環境に責任を持つ経済のための連合) と UNEP (United Nations Environment Programme, 国連環境計画) が共同設立した GRI (Global Reporting Initiative) が、1997 年にトリプルボトムラインに関する報告書基準を広め、サステナビリティ報告書の品質向上を目的として設立された。日本でも環境庁が 1997 年に「環境報告書ガイドライン」を整備、自主的な環境情報の開示が始まっている。2000 年には GRI が「GRI ガイドライン第 1 版」を発行、2013 年には第 4 版が発行され、現在サステナビリティレポートのグローバルスタンダードとなっている。2000 年には NGO が機関投資家とともに CDP (Carbon Disclosure Project) を発足させ、世界の主要企業に対し環境リスク対応に関する質問票を送り、企業の情報開示と実施内容のスコアリングを実施している。その後米国では 2011 年に SASB (Sustainability Accounting Standards Board, 米国サステナビリティ会計基準審議会) が設立され、財務インパクトが高いとされる ESG 要素の開示を促進すべく、業種別にスタンダードを作成、公開している。また 2013 年には、IIRC (International Integrated Reporting Council, 国際統合報告評議会) により、財務情報と ESG 情報を統合した価値創造に関するコミュニケーションの指針として統合報告フレームワークが策定された。2017 年には、FSB (Financial Stability Board, 金融安定理事會) による TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosure, 気候関連財務情報開示タスクフォース) にて、気候変動が事業

にもたらず財務的影響に焦点を当て、気候関連の開示に関する提言を発表するなど、ESG 情報開示の動きは活発化している。

表1にSRI, ESGに関する出来事を、米国で最初にSRIファンドが組成された1900年代から整理した。これは資本市場における価値観の変化を示し、一連のSRI, ESGに関するグローバル資本市場の動きは、私的利益の追究に留まらず、「合理性」の概念と両立し得る「共感」の存在を示していると言えよう。財務情報、非財務情報において、幅広く情報開示の取り組みが進み、投資判断基準の枠組みが示され、「共感」の存在を目に見える形で示し、また判断することが求められる時代となっているのである。

### 3. 受託者責任の解釈の転換

日本のESG投資への取り組みは、欧米と比較すると緒に就いたばかりであり、日本の一部の機関投資家においては、受託者責任を考慮した結果ESG投資には及び腰にならざるを得ないという声も聞かれる。つまり受託者責任とESG投資は相容れないものであるという認識である。このESG投資拡大の足かせとも言うべき受託者責任の解釈をし直すにあたり、本章ではSRI, ESG投資における受託者責任の解釈の転換の経緯を確認していく。

SRIの起源を示したジョン・ウェスレーの説教集に収録された、金銭の使い方(The Use of Money)では、“Gain all you can, Save all you can, and Give all you can (できる限り獲得し、できる限り節約し、できる限り与えよ)<sup>9)</sup>”とあり、とくに3つ目の“Give all you can”が強調されている。神が人間を、財産(賜物)の所有者ではなく管理者(Steward)として創られ、預けられた財産を管理する管理者責任(Stewardship)の重要性を説いている。これは聖書のタラントの例え話(マタイ 25:14-30)に出てくるStewardshipという言葉に由来すると思われる。預けられた財産を信頼に応える形

で使い、その影響の範囲は契約関係者のみならず、広範なステークホルダー(関係者)にも及ぶ。現在使われているスチュワードシップという言葉も、投資家が受託した財産を運用する際の行動規範であり、対象は顧客と最終受益者も含み広範に設定される。スチュワードシップという言葉は、広範な関係性の中で使用されるものであり、それにより上場企業の価値向上を通じてアセット・オーナーや最終受益者の利益に資するという目的の達成を目指すこととなる。

一方、受託者責任とは、言葉の通り受託者が負う責任である。日本の場合、金融庁による定義は、他者の信認に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称<sup>10)</sup>であるとしている。しかし英国・米国の受託者責任の定義は異なるものであり、契約や法律上あるいは実態に基づく双方の明確な信認関係により構築されるものである。一般的には契約関係以上に厳格な法的義務が課されるとともに、自発的に相手に尽くすような倫理的義務も求められる。坂東(2018)によれば、受託者責任はコモンローや成文法によるハードローに位置付けられ、規律できる範囲は狭い。一方、スチュワードシップは自主規制やプリンシプルを構成するソフトローに位置するといえる。日本ではこれらの用語について厳密な定義がなされないまま、英国のスチュワードシップが移植されており、改めて定義と解釈を確認することが必要であろう。

米国の年金基金に対して受託者責任が義務付けられたのは、1974年のERISA法であった。これは企業年金加入者が有する受給権の保護を目的として制定された米国連邦法であり、受託者の義務として、受益者の利益のためだけの行動を示す忠実義務(Loyalty)と、慎重な専門家としての行動を示す注意義務(Prudence)があることを示した<sup>11)</sup>。その結果、年金基金のSRIはERISA法の受託者責任に反するという考えが米国では多数派となったと言われており<sup>12)</sup>、それが日本の機関投資家にも少なから

## ESG 投資と受託者責任の解釈

表 1 SRI, ESG に関する株主行動と関連する出来事 (1900 年代～現在)

	株主行動	関連事項
1900年～	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米国で最初の公募による SRI ファンド Pioneer Fund を設定。酒・ギャンブル・たばこ関連企業を投資対象から排除 (1928)</li> <li>・スコットランド教会が欧州で最初の SRI ファンドを設定 (1932)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米国メソジスト教会が、聖書の倫理と社会的信条に基づいた年金運用を行う Wespath Investment Management を設立 (1908)</li> <li>・米国で禁酒法施行 (1919 ～ 1933)</li> </ul>
1960年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米国イーストマン・コダック社の年次株主総会で、黒人活動家グループ FIGHT が黒人労働者の雇用に関して質問 (1965)</li> <li>・米国ダウ・ケミカル社のベトナム戦争で使用された枯葉剤とナバーム弾製造中止を求める株主提案が提出 (1969)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米国スタンフォード研究所が、経営戦略の策定に関わるものとしてステークホルダー (Stakeholders) という概念を創案 (1963)</li> </ul>
1970年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米国 GM 社の年次株主総会で株主運動「Campaign GM」が展開され、黒人牧師を取締役に選任、大気汚染専門家の教授を公害問題担当の副社長に任命。それに対しミルトン・フリードマンは批判論文を New York Times Magazine に掲載 (1970)</li> <li>・日本のチッソの株主総会に、水俣病患者が株主として株式総会に出席した際、株主運動という言葉がマスコミに登場 (1970)</li> <li>・米国初の SRI 投信「Pax World Fund」発売。ベトナム戦争に関与する企業を銘柄選択から排除するポジティブ・スクリーニングを採用 (1971)</li> <li>・米国 TIAA/CREF が酒・タバコ関連企業への投資を拒否するガイドラインを採択 (1978)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米国で非営利の調査団体 IRRC (Investor Responsibility Research Center) を設立、議決権行使等も実施 (1972)</li> <li>・英国クエーカー中心の Christian Concern for South Africa (CCSA) による反アパルトヘイト活動が活発化 (1973)</li> <li>・米国 ERISA 法 (企業年金加入者が有する受給権の保護を目的として制定された米国連邦法) 成立、受託者責任を明文化 (1974)</li> <li>・OECD 多国籍企業行動指針を策定、企業に対し期待される責任ある行動を自主的にとるよう勧告 (1976)</li> </ul>
1980年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米国 Calvert Investment が反アパルトヘイトを目的として Calvert Social Investment Fund を設定 (1982)</li> <li>・英国初のクエーカーによる倫理的投資信託「Friends Provident Stewardship Fund」設立 (1984)</li> <li>・米国 CalPERS はか 30 基金で買収防衛策の一つポイズンピル無効を求める株主提案を提出。株主アクティビズムの始まり (1987)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・倫理的投資の活発化により企業活動の調査データが必要とされ、英国メソジスト教会とクエーカーが中心となり南アフリカで事業展開する企業について情報収集する調査会社 Ethical Investment Research Service (EIRIS) を創設 (1983)</li> <li>・包括的反アパルトヘイト法が制定、アメリカ、EC、イギリスは南アフリカへの投資事業から撤退 (1986)</li> </ul>
1990年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米国 TIAA/CREF は「CREF Social Choice Account Fund」の運用を開始。プラン加入者は自身の価値観を反映するファンドに投資するべきとし、企業活動が社会的基準に一致する企業のみ投資 (1990)</li> <li>・日本初のエコファンドを日興アセットマネジメントが発売。ポジティブ・スクリーニングファンドで個人投資家向けの投資信託。(1998)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・欧州で EMAS 規制が発行、環境報告書の作成が求められる (1993)</li> <li>・米国労働省が ERISA 法に関する SRI 運用における解釈を公表。SRI は受託者責任に相反しないとの見解を示す (1994)</li> <li>・日本の環境庁が「環境報告書ガイドライン」を整備、環境情報の開示が始まる (1997)</li> </ul>
2000年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・米国 CalPERS は保有資産から 5 億ドルあまりのタバコ関連企業株式を売却 (2001)</li> <li>・米国で社会・環境関連の株主提案の支持率は平均 9.4% と過去 10 年で最高 (2002)</li> <li>・フランス退職年金準備基金が SRI の運用を決定 (6 億ユーロ相当)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・GRI が「GRI ガイドライン第 1 版」を発行 (2000)</li> <li>・機関投資家を中心に Carbon Disclosure Project (CDP) が発足 (2000)</li> <li>・環境省「環境会計ガイドライン」「環境報告書ガイドライン」公表 (2000)</li> <li>・米国で財務報告の透明性・正確性を高めることを目的にした SOX 法が承認 (2002)</li> <li>・国連が責任投資原則 (PRI) を提唱、機関投資家に ESG に配慮することを求める (2006)</li> </ul>
2010年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ノルウェー公的年金基金が保有する石炭関連株式をすべて売却する方針を議会が正式に承認、約 8,000 億円分を売却 (2015)</li> <li>・英国の機関投資家によるエンゲージメント活動「Aiming for A」が BP とシェルに対して行った気候変動対策の開示に関する株主提案は、賛成多数で可決 (2015)</li> <li>・GPIF が国内株式を対象とした ESG 指数を選定、1 兆円の本格投資を開始 (2017)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・英国でスチュワードシップ・コード制定、受託者責任の範囲を直接的投資リターンの確保からコーポレート・ガバナンスに拡大 (2010)</li> <li>・米国で SASB (Sustainability Accounting Standards Board) 設立 (2011)</li> <li>・日本の GPIF が PRI に署名 (2015)</li> <li>・大手機関投資家ブラックロック CEO が S&amp;P500 企業と欧州の大企業 CEO らに書簡を送付、長期的な価値創造を目指し環境・社会・ガバナンスの重視に重点を置くべきと述べた (2016)</li> </ul>

出所：PRI, GPIF, サステナビリティ日本フォーラム、環境省、内閣府 (2007)、日興リサーチセンター (2016) 等を基に筆者作成。

ず影響を与えたと考えられる。

しかしその後、イギリス、アメリカでは受託者責任の解釈を変更する動きが出てきている。インベストメント・チェーン（アセット・マネジャー、アセット・オーナー、サービスプロバイダ、最終受益者）がより広範に複雑化する中、必ずしも契約関係等が明確でない状況でもチェーンに組み込まれるからである。具体的には、イギリスにて法制委員会（Law Commission）が2014年に最終報告書（Fiduciary Duties of Investment Intermediaries, 投資仲介者の受託者責任）を公表したことが挙げられる。受託者は、財務的に重要な要因は、短期的なものも長期的なものも含めて考慮に入れるべきだとし、ESG要因も財務面で重要と捉える場合には、考慮すべきだとしている。

2015年にはアメリカ労働省によりERISA法解釈指針（Interpretive Bulletin Relating to the Fiduciary Standard under ERISA in Considering Economically Targeted Investments）が提出され、受託者責任の観点から、財務リスク・リターンに関連するESG要因は考慮すべきであり、また非財務要因としてのESG要因は、財務的利害を損ねない限りは考慮してよい、とされた。ERISA法の解釈が、ESG要素の考慮を過度に抑制していた状況があり、それを踏まえた上での通達であった。

これらの動きを俯瞰してみたときに、最終受益者の利益に資することを目的とする受託者責任の原則に基づけば、ESG投資への取り組みを行わないことこそ、受託者責任に反する、という解釈も出てくる可能性があると考ええる。

#### 4. 日本のESG投資拡大に向けて

グローバル資本市場における受託者責任の解釈を変更する動きは、アダム・スミスによる私的利益を超えた動機が存在と重ね合わせることができる。元来、機関投資家は受託者の義務として、受益者の利益のため「だけ」の行動を示すものとされていた。その解釈に基づけば、

SRI、ESG投資は受託者責任に反し、正当化されるものではない、という認識をなされてきた過去があり、今もなおその影響を受けている機関投資家も一定数存在している。しかし2014年以降、イギリス、アメリカでは受託者責任の観点から、財務リスク・リターンに関連するESG要因は考慮すべきであるとされた。この受託者責任の解釈を変更する動きは、インベストメント・チェーンがより広範に複雑化し、受益者の利益のため「だけ」の行動に限定することが長期リターンの獲得にはつながらないことを認識したからに他ならない。ここに、社会的な「共感」を見ることができるのである。私的利益を超えた動機の行きつくところは、最終的には私的利益にあり、それらは決して相反するものではない。

2016年時点でのESG投資額は世界全体の53%をヨーロッパが占めており、米国は22%、日本はわずか3.4%<sup>13)</sup>ではあるが、今後は日本も増加すると予想される。ここでESGへの対応に出遅れると、インベストメント・チェーン全体に影響が及び、国民の資産形成にもマイナスの影響が及ぶことは避けられないだろう。受託者責任とESG投資は相反するものではない。受託者責任の観点から、ESG要因を考慮すべきであり、それは資本市場における「合理性」と「共感」の両立を意味するものである。

#### 注

- 1) Smith (1759) (村井章子・北川知子訳 (2014)『道徳感情論』日経BP社 p.412)
- 2) Smith (1776)の解釈として、私的利益の追求に焦点を当てた論文が多いが、実際には交換の場面に限定した問題として述べられており、分配や生産においてはその限りではない。
- 3) 北川 (2017) p.160
- 4) 谷本 (2003) p.12
- 5) 北川 (2017) p.200, ジレット社 (Gillette), アルコア社 (Alcoa), テキサコ社 (Texaco) などが対象
- 6) 6つの原則は、① ESGの課題を投資分析と意思決定プロセスに組み込むこと、② 活動的な株式所有者になり、株式の所有方針と所有慣習に



- ESG の課題を組み込むこと, ③投資対象の主体に ESG の課題の適切な開示を求めること, ④資産運用業界の中で, 当原則が受け入れられ実行されることを促進すること, ⑤当原則の実行する際の効果を高めるために協働すること, ⑥当原則の実行に関して, 活動や進捗の状況を報告することである。
- 7) 署名機関数は, 2018 年 6 月時点, 2,006 社,のうち日本は 62 社。
  - 8) Elkington (1997)
  - 9) マックス・ウェーバー「プロテスタンティズムの倫理と資本主義の精神」で引用され, 英国元首相のマーガレット・サッチャーも影響を受けたとされるほど, 英国・米国社会に大きな影響を与えた
  - 10) 金融庁 (2017)
  - 11) 「忠実義務」は加入者の利益を図り (加入者利益専念ルール), 加入者への給付と正当な費用の支払いのみを目的とする (排他的目的ルール)。「注意義務」は, 思慮深い人としての注意を払い (ブルーデント・マン・ルール), 投資を分散する (分散投資義務) こと。
  - 12) 日興リサーチセンター (2016)
  - 13) GSIA (2016) “Global Sustainable Investment Review”

## 参考文献

- Coase, Ronald H. (1960) The Problem of Social Cost, Journal of Law and Economics, vol.3, pp.1-44.
- Coase, Ronald H. (1988) The Firm, the Market, and the Law, University of Chicago press. (宮沢健一・後藤晃・藤垣芳文訳 (1992)『企業・市場・法』東洋経済新報社)
- Elkington, John (1997) Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business, “Capstone Publishing”
- Friedman, Milton (1962) Capitalism and Freedom, University of Chicago press. (村井章子訳 (2008)『資本主義と自由』日経 BP 社)
- Marshall, Alfred (1890) Principles of Economics.
- Pigou, A.Cecil (1920) The Economics of Welfare.
- Smith, Adam (1776) The Wealth of Nations. (山岡洋一訳 (2007)『国富論 国の豊かさの本質と原因についての研究 (上) (下)』日本経済新聞社)
- Smith, Adam (1759) The theory of moral sentiments, (村井章子・北川知子訳 (2014)『道徳感情論』日経 BP 社)
- Weber, Max (1904) Die protestantische Ethik und der ‘Geist’ des Kapitalismus, (大塚久雄訳 (1989)『プロテスタンティズムの倫理と資本主義の精神』岩波文庫)
- 岡本眞一・當間政義・近藤明人・嶋村幸仁・堀江則之 (2013)『環境経営入門 第 2 版』日科技連出版社。
- 亀川雅人 (2018)『株式会社の資本論 成長と格差の仕組み』中央経済社。
- 亀川雅人 (2015)『ガバナンスと利潤の経済学—利潤至上主義とは何か—』創成社。
- 北川哲雄 (2017)『ガバナンス革命の新たなロードマップ』東洋経済新報社。
- 高垣行雄 (2010)『環境経営戦略の潮流』創成社。
- 谷本寛治 (2003)『SRI 社会的責任投資入門—市場が企業に迫る新たな規律』日本経済新聞社。

## インターネット資料

- GSIA (2016) “Global Sustainable Investment Review”  
[http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR\\_Review2016.F.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf)
- IRRC, Investor Responsibility Research Center (2013) Key Characteristics of Prominent Shareholder-Sponsored Proposals on Environmental and Social Topics, 2005-2011  
<https://irrcinstitute.org/wp-content/uploads/2015/09/FINAL-Ernst-Report-Feb-20131.pdf>
- The Law Commission (England and Wales) (2014), Fiduciary Duties of Investment Intermediaries.  
[http://www.lawcom.gov.uk/app/uploads/2015/03/lc350\\_fiduciary\\_duties.pdf](http://www.lawcom.gov.uk/app/uploads/2015/03/lc350_fiduciary_duties.pdf)
- The Harvard Crimson 「Campaign GM」 (1971/9/20)  
<https://www.thecrimson.com/article/1971/9/20/campaign-gm-pin-1970-a-group/>
- US Department of Labor (2015) Interpretive Bulletin Relating to the Fiduciary Standard under ERISA in Considering Economically Targeted Investments.  
<https://www.federalregister.gov/documents/2015/10/26/2015-27146/interpretive-bulletin-relating-to-the-fiduciary-standard-under-erisa-in-considering-economically>
- Wesley, John (1760) The Sermons of John Wesley - Sermon 50  
<http://wesley.nnu.edu/john-wesley/the-sermons-of-john-wesley-1872-edition/sermon-50-the-use-of-money/>
- 環境省「環境会計」  
<https://www.env.go.jp/policy/j-hiroba/04-2.html>
- 金融庁 (2017)「顧客本位の業務運営に関する原則」  
<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1.html>
- 金融庁総務企画局 (2016)「国民の安定的な資産形成とフィデューシャリー・デューティー」

- [https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/market\\_wg/siryou/20160706/02.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/siryou/20160706/02.pdf)  
国連責任投資原則（UNPRI）  
<https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>  
サステナビリティ日本フォーラム「GRI ガイドライン」  
<https://www.sustainability-fj.org/gri/>  
内閣府（2007）「新たな成長に向けた日本型市場システム・企業ガバナンスのあり方についての調査・研究」  
[http://www5.cao.go.jp/keizai2/2007/0705\\_governance/](http://www5.cao.go.jp/keizai2/2007/0705_governance/)  
日興リサーチセンター（2016）「米国 ERISA 法にみる ESG 投資の位置付けの変遷～近年注目される  
フィデューシャリー・デューティーの視点から～」  
<https://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2016/08/sr201608.pdf>  
年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）ESG 投資  
<https://www.gpif.go.jp/investment/esg/>  
坂東洋行（2018）『金融規制におけるフィデューシャリー・デューティー —欧米との比較法からの示唆』証券経済学会年報 第52号別冊  
[http://www.sess.jp/publish/annual\\_sv/pdf/sv52/m86\\_01.pdf](http://www.sess.jp/publish/annual_sv/pdf/sv52/m86_01.pdf)
- ※インターネット資料は全て2018年7月27日閲覧。